

Aprile 2026

Punti chiave

- Stati Uniti: lo shock dei prezzi dell'energia colpisce l'economia USA meno di quello dei dazi P. 2
- Germania: i prezzi energetici influiscono rapidamente sull'inflazione, ma sulla crescita solo a medio termine P. 3
- Francia: la dipendenza inferiore alla media dalle importazioni di energia ammortizza lo shock P. 3
- Svizzera: tassi d'inflazione negativi e un ritorno a interessi negativi sono ormai fuori discussione P. 4
- Regno Unito: l'impennata dei prezzi dell'energia colpisce in ritardo le economie domestiche britanniche P. 5
- Cina: grazie alle riserve di petrolio e alle basse pressioni inflazionistiche, l'impatto della guerra resta limitato P. 5

Previsioni: un raffronto

	Crescita del PIL 2026		Crescita del PIL 2027		Inflazione 2026		Inflazione 2027	
	Swiss Life	Consensus	Swiss Life	Consensus	Swiss Life	Consensus	Swiss Life	Consensus
Stati Uniti	2,3% ↓	2,4% ↓	2,0%	2,0% ↓	3,0% ↑	2,7% ↑	2,3% ↓	2,4%
Eurozona	1,0% ↓	1,2%	1,2%	1,4%	2,3% ↑	2,1% ↑	1,7% ↓	1,9%
Germania	0,8% ↓	1,0% ↓	1,3%	1,5%	2,3% ↑	2,1% ↑	1,7%	2,0%
Francia	1,1%	1,0%	1,2%	1,1%	1,5% ↑	1,3% ↑	1,3% ↓	1,5% ↓
Italia	0,8% ↓	0,8%	0,8%	0,8%	2,1% ↑	1,7% ↑	1,5% ↓	1,7%
Spagna	2,2%	2,4% ↑	1,8%	2,0% ↑	2,3% ↑	2,5% ↑	1,6% ↓	2,0% ↓
Regno Unito	0,9% ↓	0,9% ↓	1,3%	1,3%	2,9% ↑	2,6% ↑	1,9% ↓	2,3% ↑
Svizzera	1,1%	1,1% ↓	1,4%	1,5%	0,6% ↑	0,4% ↑	0,7% ↓	0,6%
Cina	4,5%	4,6%	4,7%	4,5% ↑	0,8% ↑	0,7% ↑	1,0%	1,0%

Le variazioni rispetto al mese precedente sono indicate dalle frecce. Fonte: Consensus Economics Inc. Londra, 12 marzo 2026

Grafico del mese



Mentre scriviamo, i prezzi del greggio sul mercato a termine sono scesi molto su base annua, riflettendo il fatto che i mercati finanziari si aspettano solo un'interruzione temporanea dell'offerta di petrolio. Ci basiamo su questa visione ottimista del mercato per le nostre previsioni: si pensa infatti che, nel corso della guerra, emergeranno punti di pressione militari, economici o diplomatici che favoriranno una de-escalation e, infine, l'apertura dello Stretto di Hormuz. Al contempo, l'incertezza rimane elevata: in uno scenario negativo si prospettano prezzi del petrolio molto più elevati e conseguenti rischi d'inflazione e di recessione.

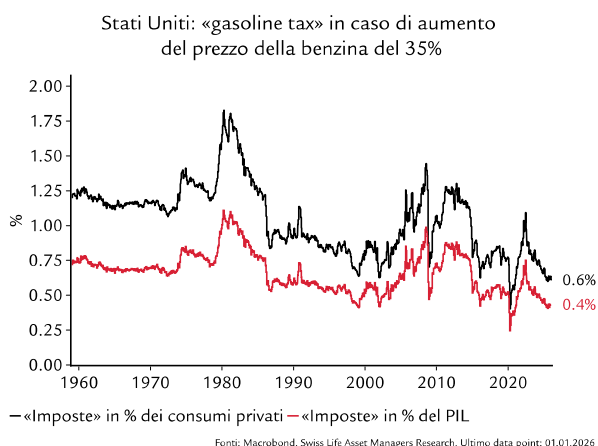
Stati Uniti

Rincaro dell'energia: niente panico

Rispetto ad altri Paesi, nell'immediato gli Stati Uniti sono meno colpiti dallo shock dei prezzi dell'energia. Grazie alle abbondanti risorse locali, i prezzi del gas non hanno reagito, mentre per il greggio il benchmark locale WTI ha sempre negoziato a sconto rispetto al benchmark globale Brent. Tuttavia, se non verranno adottate misure protezionistiche come i divieti di esportazione, cosa che ci aspetteremmo solo in uno scenario di guerra negativo, per quanto riguarda il petrolio gli Stati Uniti non saranno immuni alla dinamica globale. Dato che le tasse sul carburante sono basse, la variazione percentuale dei prezzi della benzina è stata significativa rispetto all'Europa. Dallo scoppio della guerra la «gasoline tax», ossia la perdita del potere d'acquisto delle economie domestiche a causa dei prezzi più elevati, si è attestata a circa lo 0,6% del consumo privato o allo 0,4% del PIL. A titolo di confronto, di recente le entrate doganali, anch'esse un'imposta, hanno rappresentato l'1,1% del PIL. Le economie domestiche USA hanno assorbito bene i dazi, in parte riducendo la quota di risparmio. Anche nello scenario di base lo shock dei prezzi dell'energia dovrebbe danneggiare i consumi privati in misura limitata. Nel 2026 gli investimenti delle imprese rimarranno la locomotiva della crescita e il rincaro dell'energia potrebbe persino fare da sostegno, stimolando con un certo ritardo la produzione di petrolio negli Stati Uniti.

Nessun aumento dei tassi secondo lo scenario di base

Nel complesso, abbiamo ridotto solo lievemente le previsioni di crescita, ma rivisto al rialzo quelle d'inflazione nel 2026 per via del rincaro della benzina. Tuttavia, riteniamo che la «gasoline tax» ridurrà il potere di determinazione dei prezzi di altri beni e servizi, e che l'impatto sull'inflazione di fondo resterà limitato. Pertanto, continuiamo a ritenere possibile che nello scenario di base i tassi guida rimangano stabili o che vengano persino ridotti nel 2026.



Eurozona

Shock dei prezzi dell'energia: situazione iniziale diversa

Il rincaro di petrolio e gas dall'inizio della guerra in Iran ha rapidamente riportato alla mente lo shock dei prezzi dell'energia del 2022. Tuttavia, per alcuni aspetti l'attuale situazione è molto diversa da quella di allora. Se oggi la politica monetaria della Banca centrale europea è considerata neutrale, lo shock dei prezzi del 2022 si è scontrato con una politica monetaria e fiscale molto espansiva e con una domanda repressa a causa della pandemia. In quel contesto, le imprese sono riuscite a trasferire i costi più elevati ai consumatori. A differenza del 2022, prima dello scoppio della guerra in Iran la crescita dell'economia europea era solo moderata. Nel 2022 sono aumentati anche i prezzi dei prodotti agricoli e dei fertilizzanti. Questo rischio sussiste anche oggi, in quanto soprattutto i Paesi asiatici dipendono dai fertilizzanti dei Paesi del Golfo. Inoltre, nel 2022 la quota di industrie ad alta intensità energetica in Europa, e soprattutto in Germania, era molto più elevata. Quello shock ha portato ad adeguamenti strutturali che hanno ridotto notevolmente la quota di settori ad alta intensità energetica. Al contempo, nel 2022 i gravi problemi delle catene logistiche hanno penalizzato la produzione in tutto il mondo, facendo salire ulteriormente i costi di produzione e gravando sui processi produttivi. A ciò si è aggiunta la tensione sul mercato del lavoro nell'eurozona per via della carenza di personale qualificato, che ha portato a una crescita sostenuta dei salari e a un'inflazione dei servizi persistentemente elevata. Oggi il mercato del lavoro è decisamente più disteso.

Previsto aumento dell'inflazione per quest'anno

Nonostante tutto, il rincaro di petrolio e gas inciderà sull'inflazione, anche se il nostro scenario di base non prevede effetti di secondo impatto significativi. Ne deriverà un nuovo inasprimento della politica monetaria nell'eurozona.



Germania

L'inflazione reagirà rapidamente allo shock energetico

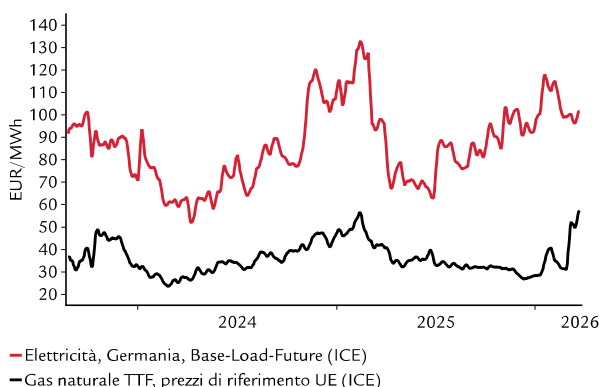
L'economia tedesca ha affrontato la crisi dei prezzi dell'energia con un'inflazione stabile e una dinamica economica moderata. Tuttavia, in quanto economia importatrice di energia, la Germania rimane vulnerabile al rincaro dell'energia. A breve termine, la pressione sui prezzi deriva soprattutto dal rincaro del petrolio, che si ripercuote rapidamente sui prezzi al consumo e sui redditi reali. Anche i prezzi del gas e dell'elettricità hanno un ruolo importante, ma il loro impatto sui consumatori finali è meno incisivo e più ritardato. A ciò si aggiungono le misure normative per frenare i prezzi di gas ed elettricità entrate in vigore a inizio anno, che attenuano lo shock attuale sia per i consumatori che per le imprese. Pertanto, l'effetto diretto sull'inflazione dipende molto dall'andamento dei prezzi di petrolio e carburanti, che, secondo l'indice dei prezzi al consumo armonizzato, per l'economia domestica media rappresentano il 3,5% della spesa.

I rischi per la crescita aumentano nel medio termine

A causa della sua elevata quota industriale, l'economia tedesca è più sensibile agli shock dei prezzi dell'energia rispetto ad altri Paesi europei. Lo shock dei prezzi del gas del 2022 ha già determinato adeguamenti strutturali di ampia portata nei settori ad alta intensità energetica. Pertanto, nello scenario di base prevediamo solo flessioni lievi nell'industria.

Ulteriori rischi si concentrano su altri settori, come l'industria automobilistica e l'ingegneria meccanica, che potrebbero risentire contemporaneamente di un deterioramento della domanda e dell'offerta. Tuttavia, nel nostro scenario negativo, a medio termine il rischio congiunturale maggiore è la reazione della BCE, in quanto gli aumenti dei tassi potrebbero frenare notevolmente la leggera ripresa congiunturale degli ultimi mesi.

Germania: prezzi del gas e dell'elettricità (livellati settimanalmente)



Francia

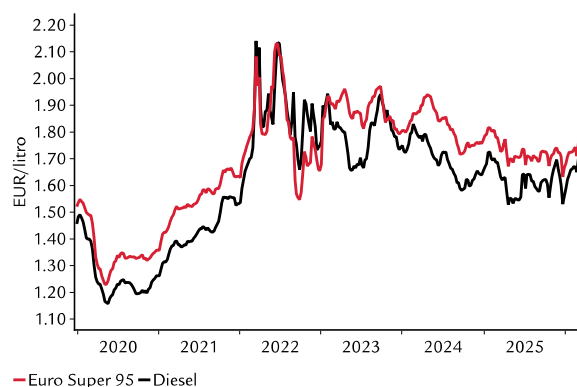
Il terzo shock esterno in meno di 10 anni

Il nuovo shock esterno colpisce la Francia in un momento in cui l'economia si sta consolidando. Come nel 2022, la dipendenza inferiore alla media della Francia dalle importazioni di energia e il minor peso dell'industria attenuano il danno economico complessivo. Va ricordato che, a differenza della Germania, nel 2022 e nel 2023 la Francia ha avuto tassi di crescita superiori al potenziale. Nello scenario sull'andamento del prezzo del petrolio descritto a pagina 1, il principale rischio congiunturale a breve termine è un calo dei consumi delle economie domestiche dovuto a una drastica perdita di potere d'acquisto. Inoltre, è probabile che il settore del turismo debba mettere in conto un calo del recente record della domanda estera.

Shock dei prezzi dell'energia: nuovi segnali

A marzo nelle stazioni di servizio francesi i prezzi del carburante sono saliti molto. Per la benzina l'aumento è stato dell'11%, mentre il diesel attualmente costa il 22% in più rispetto a prima dello scoppio della guerra. Questo aumento confluisce da subito nel calcolo dell'inflazione per i consumatori. Sono in discussione misure ufficiali per porre un tetto ai prezzi del carburante; un fornitore privato ha agito d'anticipo annunciando proprie restrizioni. Sono state inoltre adottate misure per aumentare a breve termine la capacità delle raffinerie francesi. Gli effetti di secondo impatto, ossia il fatto che il rincaro dell'energia e dei fertilizzanti influisca sui prezzi di beni e servizi, restano limitati, perché oggi le aziende hanno un potere di determinazione dei prezzi inferiore rispetto allo shock inflazionistico del 2022. Soprattutto sul mercato del lavoro, la pressione salariale e la carenza di personale qualificato sono molto più basse che nei mesi precedenti lo scoppio della guerra in Ucraina.

Francia: prezzi del carburante alla stazione di servizio



Italia

La politica interviene

Rispetto ad altri Paesi, l'economia italiana è più esposta a uno shock dei prezzi dell'energia: (1) l'energia ha un peso del 10,9% nel paniere tipo per calcolare l'inflazione dei prezzi al consumo, un livello che nell'eurozona viene superato solo da alcuni Paesi dell'Europa orientale. (2) La produzione di elettricità dipende fortemente dal gas naturale. (3) I prezzi al dettaglio di elettricità e gas sono scarsamente regolamentati e reagiscono rapidamente ai prezzi all'ingrosso del gas naturale, che dallo scoppio della guerra sono raddoppiati. Tuttavia, finora lo shock dei prezzi dell'energia per quanto riguarda il gas non è paragonabile a quello del 2022. Inoltre, le autorità hanno imparato la lezione e cercano di frenare subito l'aumento dell'inflazione riducendo temporaneamente di 25 centesimi l'imposta su benzina e gasolio. Di conseguenza, l'impatto negativo sui consumi privati dovrebbe essere contenuto, mentre il ciclo positivo degli investimenti in Italia rimane intatto. Pertanto, abbiamo rivisto solo lievemente al ribasso le nostre previsioni di crescita per il 2026 e ci aspettiamo un'impennata temporanea dell'inflazione nel 2026, seguita da un calo nel 2027 per via di effetti base negativi.

Spagna

Il governo spagnolo reagisce al rincaro dell'energia

Il premier spagnolo Pedro Sánchez ha sottolineato che il Paese è meno vulnerabile all'aumento dei prezzi dell'energia grazie alla sua quota elevata di energie rinnovabili nel mix elettrico. Secondo l'operatore spagnolo, la quota di energie rinnovabili è del 57%, circa il 10% in più rispetto a quella dell'Unione europea. Un altro 20% proviene dal nucleare. In passato, questa struttura ha permesso alla Spagna di mantenere i prezzi dell'elettricità più bassi rispetto a Paesi come l'Italia, più dipendenti dalle importazioni di gas naturale. Tuttavia, anche la Spagna non è immune all'aumento globale dei prezzi del carburante. Soprattutto sul fronte dell'inflazione di quest'anno, l'andamento dei prezzi dovrebbe farsi sentire anche lì. Per contrastare questa tendenza, il governo spagnolo ha già annunciato le prime misure. Tra l'altro, prevede una serie di sgravi fiscali per attenuare gli effetti dello shock dei prezzi dell'energia. Questi includono aliquote IVA ridotte su diesel, benzina, elettricità e gas naturale. Nonostante tutto, ci aspettiamo che l'inflazione aumenti temporaneamente nel 2026, per poi scendere leggermente nel 2027.

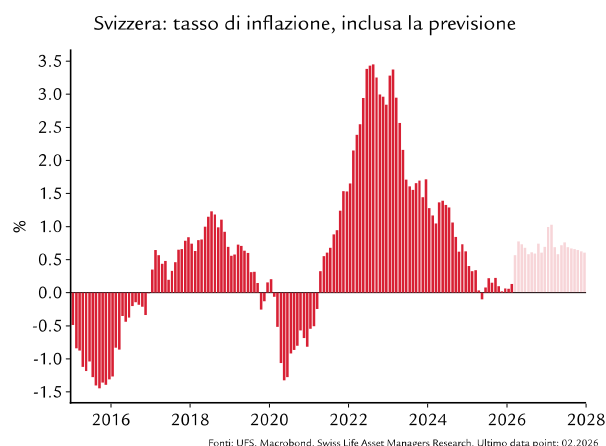
Svizzera

Previsioni di crescita per il momento invariate

Finora, la nostra previsione di crescita del PIL nel 2026 si basava sull'ipotesi che la politica monetaria della BNS, gli effetti inerziali della ripresa economica della Germania e gli sviluppi delle controversie sui dazi con gli Stati Uniti da novembre sarebbero rimasti fattori di stimolo. Questi tre elementi sono ancora presenti, ma perderebbero importanza con il protrarsi del conflitto in Medio Oriente. La conclusione dei lavori di manutenzione della centrale nucleare di Gösgen è una buona notizia per la bilancia commerciale, poiché le importazioni di elettricità possono tornare ai livelli usuali. Pertanto, viene meno un rischio per le previsioni che perdurava da tre trimestri. Non sono ancora disponibili dati attendibili per calcolare l'effetto congiunturale del nuovo shock dei prezzi dell'energia. A seguito dello scoppio della guerra in Ucraina e del successivo inasprimento della politica monetaria, le spese per consumi hanno subito una contrazione solo nel T4 2022. L'effetto frenante più netto si è manifestato solo nel 2023 con un netto rallentamento della dinamica delle esportazioni.

L'inflazione negativa è fuori discussione

Secondo il fornitore Agrola, da fine febbraio il prezzo di fornitura dell'olio combustibile a Zurigo è salito del 54%. L'aumento dei prezzi al dettaglio dei prodotti energetici confluirà nell'indice nazionale dei prezzi al consumo (IPC) già a marzo. Le conseguenze della guerra in Iran dovrebbero farsi sentire rapidamente anche sulle tariffe aeree. Rispetto al 2022, il peso dei prodotti petroliferi nell'IPC è sceso di un quinto. Questa volta, quindi, il rincaro incide meno sul calcolo dell'inflazione. Il grafico illustra le nostre previsioni sull'inflazione ipotizzando una perturbazione solo temporanea dell'offerta di petrolio. Quindi il rincaro annuo aumenterà bruscamente già a marzo. L'inflazione negativa e un ritorno a tassi negativi da parte della Banca nazionale svizzera sono ormai fuori discussione.



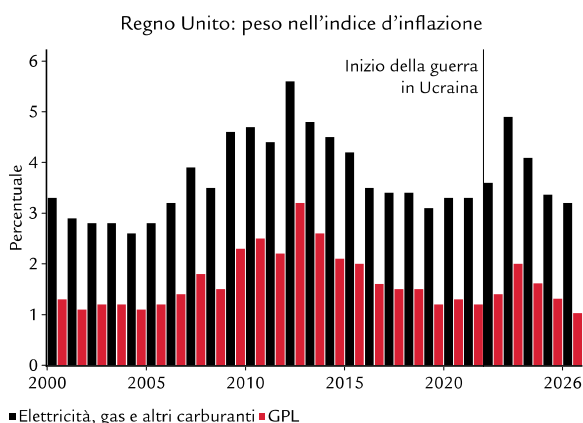
Regno Unito

Effetti ritardati sulle economie domestiche britanniche

Il recente rincaro dell'energia ha scatenato dibattiti politici anche nel Regno Unito, che è più dipendente dal gas naturale di molti altri Paesi europei ed è quindi particolarmente vulnerabile alla volatilità dei prezzi. Tuttavia, i costi dell'elettricità delle famiglie britanniche sono limitati dal tetto statale al prezzo dell'energia. L'Ofgem, l'ente regolatore dell'energia, fissa questo limite di prezzo ogni tre mesi per riflettere i movimenti dei prezzi all'ingrosso dei tre mesi precedenti. L'attuale limite massimo per il periodo da aprile a giugno è stato fissato poco prima dello scoppio della guerra in Iran. Pertanto, il recente aumento dei prezzi si ripercuoterà sui prezzi al dettaglio solo con un certo ritardo nel T3. L'entità dell'aumento dei prezzi dipende inoltre in larga misura dall'evoluzione dei prezzi del gas nei prossimi mesi. Se nel prossimo trimestre i prezzi del gas naturale scenderanno dai massimi attuali, come prevede il nostro scenario di base, l'impatto sull'inflazione sarà piuttosto moderato rispetto al 2022. Allo stesso tempo, anche nel Regno Unito la sensibilità ai prezzi dell'energia nell'indice d'inflazione è diminuita rispetto al 2022. Il peso del gas, infatti, è sceso dall'1,4% del 2022 all'attuale 1% (cfr. grafico). Inoltre, al momento il mercato del lavoro è più disteso rispetto al 2022, il che rende meno probabile una forte crescita dei salari.

La Bank of England è di fronte a una sfida

La situazione per la Bank of England (BoE) rimane difficile. A gennaio, prima dello scoppio della guerra, il tasso d'inflazione, pari al 3,0%, era nettamente superiore all'obiettivo della BoE. Sulla scia delle recenti oscillazioni dei prezzi nei mercati dell'energia, abbiamo nettamente rivisto al rialzo le nostre previsioni d'inflazione per quest'anno. Tuttavia, riteniamo che questa volta sarà possibile evitare forti effetti di secondo impatto.



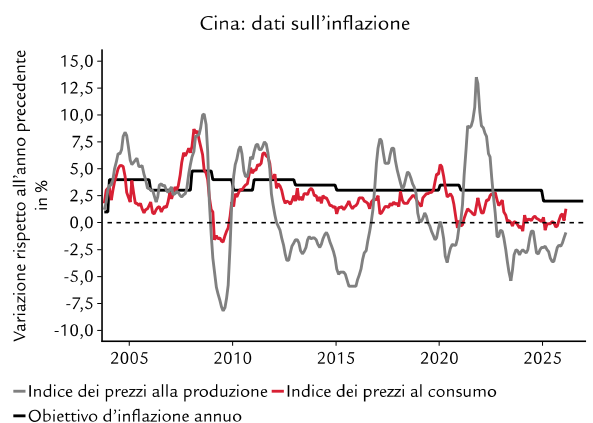
Cina

Gli effetti della guerra in Iran restano limitati

Il nuovo obiettivo di crescita della Cina per quest'anno, compreso tra il 4,5% e il 5,0%, rappresenta un adeguamento pragmatico che tiene conto delle sfide strutturali in corso e indica una traiettoria di crescita più sostenibile. Nel 2026 il modello di crescita rimarrà chiaramente orientato alla produzione e all'esportazione trainate dalla tecnologia, mentre resterà assente una dinamica vigorosa dei consumi o una netta ripresa del settore immobiliare. Gli ultimi dati congiunturali riflettono questa tendenza: nei primi due mesi, le esportazioni sono aumentate di oltre il 20% su base annua. Se durerà poco e non si trasformerà in un conflitto prolungato, la guerra in Iran non rappresenterà un rischio significativo per le prospettive economiche della Cina. La Cina acquista circa il 30% del petrolio che consuma dal Medio Oriente, ma l'approvvigionamento fisico è ben assicurato nel breve termine. Il Paese dispone di ampie riserve strategiche di petrolio che possono coprire il consumo per almeno cinque mesi. Inoltre, l'Iran continua a fornire alla Cina una quantità di petrolio pari a circa il 12% delle importazioni totali. In uno scenario avverso di guerra prolungata, anche la Cina sarebbe vulnerabile a causa della sua forte dipendenza energetica dal Medio Oriente e del rallentamento dell'economia globale, che frenerebbe la domanda di esportazioni cinesi.

Lieve impulso inflazionistico con il rincaro dell'energia

Anche l'effetto inflazionistico del rincaro dell'energia rimane contenuto: l'energia rappresenta solo il 2% circa dell'indice dei prezzi al consumo, l'importanza di petrolio e gas nel mix energetico diminuisce grazie allo sviluppo delle energie rinnovabili e il carbone continua ad avere un ruolo centrale. Inoltre, alla luce delle attuali forze deflazionistiche, per le imprese è difficile trasferire interamente l'aumento dei costi, per cui lo stimolo all'inflazione dovrebbe rimanere limitato.



Economic Research



Marc Brütsch
Chief Economist
marc.bruetsch@swisslife-am.com
in@marc_brütsch



Damian Künzi
Head Macroeconomic Research
damian.kuenzi@swisslife-am.com
in@damian_künzi



Josipa Markovic
Economist Emerging Markets
josipa.markovic@swisslife-am.com
in@josipa_markovic



Christoph Lauper
Economist Quantitative Analysis
christoph.lauper@swisslife-am.com
in@christoph_lauper



Florence Hartmann
Economist Developed Markets
florence.hartmann@swisslife-am.com
in@florence_hartmann



Avete delle domande o desiderate registrarvi per ricevere questa pubblicazione?

Inviare un'e-mail all'indirizzo info@swisslife-am.com.

Per informazioni più dettagliate vi invitiamo a visitare il nostro sito web www.swisslife-am.com/research

in

Redatto e pubblicato da Economics Department, Swiss Life Investment Management Holding SA, Zurigo

Swiss Life Asset Managers precisa che è possibile che le raccomandazioni qui sopra illustrate siano state attuate da Swiss Life Asset Managers prima della pubblicazione del presente documento. Nel preparare le nostre previsioni ci basiamo su fonti che riteniamo affidabili; tuttavia, non forniamo alcuna garanzia in relazione all'esattezza e alla completezza delle informazioni utilizzate. Il presente documento contiene asserzioni riguardanti future evoluzioni. Non ci assumiamo alcun impegno rispetto all'aggiornamento o alla revisione delle stesse. Le evoluzioni effettive possono variare di molto, nel risultato, rispetto alle nostre aspettative iniziali.

Francia: la presente pubblicazione è distribuita a clienti effettivi e potenziali in Francia da Swiss Life Asset Managers France, 153 rue Saint-Honoré, 75001 Paris.

Germania: la presente pubblicazione è distribuita in Germania da Swiss Life Asset Managers Deutschland GmbH, Aachenerstrasse 186, 50668 Köln, Swiss Life Asset Managers Luxembourg Niederlassung Deutschland, Hochstrasse 53, 60598 Frankfurt am Main e BEOS AG, Kurfürstendamm 188, 10707 Berlin.

Gran Bretagna: la presente pubblicazione è distribuita da Swiss Life Asset Managers UK Ltd., 55 Wells Street, London W1T 3PT. **Svizzera:** la presente pubblicazione è distribuita da Swiss Life Asset Management SA, General-Guisan-Quai 40, 8022 Zürich.

Norvegia: Swiss Life Asset Managers Holding AS, Haakon VII's gt 1, 0161 Oslo. **Italia:** la presente pubblicazione è distribuita da Swiss Life Asset Managers Luxembourg, succursale Italia, via San Prospero 1, 20121 Milano. **Danimarca:** la presente pubblicazione è distribuita da Swiss Life Asset Managers Danmark, filial af Swiss Life Asset Managers Luxembourg, Luxembourg Frederiksgade 11, 1. tv, 1265 København K.